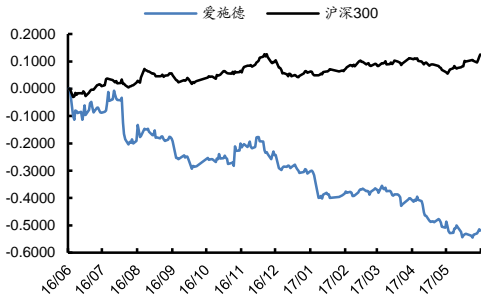


研究所
证券分析师：王凌涛 S0350514080002
021-68591558 wanglt01@ghzq.com.cn
联系人：凌琳 S0350116080013
021-68591558 lingl@ghzq.com.cn
联系人：方竞
021-68591558 fangj@ghzq.com.cn

打造新零售时代的融合生态 ——爱施德（002416）动态研究

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
爱施德	-2.2	-23.9	-51.9
沪深300	6.2	3.9	12.5

市场数据	2017-06-08
当前价格(元)	10.24
52周价格区间(元)	9.55 - 21.38
总市值(百万)	10575.20
流通市值(百万)	9943.50
总股本(万股)	103273.48
流通股(万股)	97104.49
日均成交额(百万)	167.05
近一月换手(%)	12.06

相关报告

《爱施德（002416）事件点评：投资 VR 产业基金，助力生态整合（增持）*电子行业*王凌涛》——2016-03-24

《爱施德（002416）复牌点评：募资彰显公司信心，平台优势逐步体现（增持）*电子行业*王凌涛》——2015-07-28

《爱施德（002416）深度研究：行业拐点临近，转型尚待细化（增持）*电子行业*王凌涛》——2014-10-13

引：

爱施德于4月29日发布年报：公司2016年实现总营收483亿元，同比下降2.49%，实现归属上市公司股东净利润1.88亿元，同比增长33.51%。公司同日还发布了2017年一季报并公布半年度业绩预告：一季度实现营业收入114.74亿元，实现归属于上市公司股东的净利润0.87亿元，同比增长52.98%；预计上半年实现归属于上市公司股东的净利润1.3-1.6亿，同比增长42.60-75.51%。

投资要点：

- **稳定的销售格局，行之有效的公司管理。**从财报数据可以非常明确地看出，2014年以来，公司的营业收入并没有出现明显的变化，但营业利润先扭亏后翻番，同时值得注意的是公司的三费开支也逐年有明显的降低。我们认为这说明了两个问题：一，线上销售对线下销售市场份额的侵蚀、国内大型分销商之间的竞争已逐渐进入一个相对平衡的稳态；二，对比过去四年的一季报，公司的三费规模，尤其是销售和财务费用呈现出明确的逐年下降的趋势，而且如果与过去十年按费用营收比放大来看，近两年的三费在营收中的占比已是十年最低。
- **奠定成长稳定格局的几大要素仍能持续：**我们在过去的深度报告中曾经分析过，运营商网络制式的稳定（非更替期）、手机类型的稳定（诸如功能机向智能机的切换）、核心品牌的更迭、线上对线下销售模式的冲击等等都是影响渠道分销商利润成长的重要因素。而目前的市场状况与2004-2010年的2G功能机时代较为类似，换机周期较长，是渠道优势得以体现的相对景气时期。目前来看4/5G手机换代时点尚有距离，全网通成为市场主流为厂商和分销商家大大降低了供应链库存风险，这种业态下，公司业务的持续成长或将成为自然。
- **精简化管理与渠道瘦身卓有成效。**报表所传达的营业成本与三费的降低，切实地反映了公司近几年线上线下分销的有效结合以及团队整体运营效率的大幅提升。爱施德作为一家有着二十年沉淀与积累的传统分销商龙头，与国内外优质手机厂商以及三大运营商都建立了长期稳定的战略合作关系。此外，管理层主动自我迭代的速度与成效令人印

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

象深刻，面向 B 端客户的 1 号机、和面向 C 端用户的 YNG 等平台的开发与推广过程中，所针对的并非仅仅只是线下线上的差异性补充，同时还连带为客户提供产品展示、销售、物流、金融等一整套服务，深入拓展了覆盖深度并有效降低了 T1-T6 级渠道的运营费用。

- **逐步打造“产+融”结合的产业金融生态平台：**除了主营终端销售与零售业务外，公司最近两年在通信和金融服务的开拓亦做到了循序渐进，目前这些板块的布局已经做到了全部盈利。虽然利润产出或贡献与主营业务尚远远不能相比，但基本做到了在建立培养团队成型并逐渐开展业务的前提下，对公司利润成长并没有造成太大影响，以轻资产、低成本、高协同、高效率为基本原则，创新驱动，不仅形成了对现有业务的有效补充，同时也完成了公司业务从销售向服务的充分拓展，实现以智能终端销售为基础，+金融+互联网的优秀供应链服务商的突破。公司的金控平台目前仍在布局的初期，在扩展的同时还需要不断地加强 IT 方面的协同建设，并不断补充新的团队力量，我们预测目前已能实现千万级的盈利，未来发展值得期待。
- **线上通路红利渐失，“新零售”的时代逐渐来临：**手机销售的线上通路发展至今，能接触到的消费群众已经饱和，但习惯在实体通路购买手机、享受服务的消费者，并没有因为电商的兴起而减少。实体通路所提供的解说、试用等服务，尤其是在两三千以上的价格领域，先体验后购买往往是助推消费者购买意愿的关键。以 OPPO/VIVO 为代表的品牌近几年在国内的线下销售推广越做越好，尤其是在线上通路布局有缺憾的三至五线城市的拓展已经显示出非常明确的领先优势。在此背景下，以线上线下互动融合的运营，让消费者既能有线下的体验优势，又能享受与电商类似价格的“新零售”模式将呈现出极佳的竞争力。我们认为，自身拥有 T1-T6 渠道深度优势，同时又具备完整线下线上融合生态的爱施德，是拥有这一优势的核心标的，有望在未来与手机品牌厂商以及运营商的合作中占据先发优势，继续保持行业领先。
- **盈利预测和投资评级：维持公司增持评级。**今年下半年 iPhone8 的发行很有可能会催生近两年最大的一波换机潮，我们判断下半年至明年初公司的业绩表现极有可能超越上半年，预计公司 2017-2019 年将分别实现净利润 3.24、4.17、5.25 亿元，EPS 分别为 0.31、0.40、0.51 元。现价对应 2017-2019 年 PE 分别为 33、25、20 倍。看好公司具备完整线下线上融合生态的“新零售”分销模式，维持公司“增持”评级。
- **风险提示：**1) 我国利率政策变化对公司业务所带来的影响；2) 公司稳定成长格局（手机类型与通信制式）出现变化；3) 运营商与手机厂商的线下推广政策与渠道发生变化。4) 公司的金控能力无法跟上实际分销业务发展的风险；5) 公司精细化管理的落实情况不及预期。

预测指标	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	48333.28	52441.61	58734.60	66017.69
增长率(%)	-2.49%	8.50%	12.00%	12.40%
净利润（百万元）	187.75	324.20	417.30	524.87
增长率(%)	33.51%	72.68%	28.72%	25.78%
摊薄每股收益（元）	0.18	0.31	0.40	0.51
ROE(%)	3.56%	5.86%	7.12%	8.35%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1: 爱施德盈利预测表

2017-06-0									
证券代码:	002416.SZ		股价:	10.24	投资评级:	增持		日期:	8
财务指标	2016A	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016A	2017E	2018E	2019E
盈利能力					每股指标				
ROE	3.56%	5.86%	7.12%	8.35%	EPS	0.18	0.31	0.40	0.51
销售毛利率	2.69%	2.80%	2.80%	2.80%	P/E	56.33	32.62	25.34	20.15
销售净利率	0.41%	0.65%	0.75%	0.84%	P/B	2.01	1.91	1.80	1.68
成长能力					P/S	0.22	0.20	0.18	0.16
收入增长率	-2.49%	8.50%	12.00%	12.40%					
利润增长率	43.09%	72.68%	28.72%	25.78%	资产负债表(百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营运能力					货币资金	2630.68	524.42	587.35	660.18
总资产周转率	5.01	5.42	5.31	5.52	应收和预付款项	2581.95	3939.66	4543.93	5189.07
应收账款周转率	35.22	29.04	27.84	28.81	存货	2683.83	3313.02	3823.24	4197.91
存货周转率	17.53	15.39	14.93	15.29	其他流动资产	214.71	234.41	274.41	294.41
偿债能力					长期股权投资	58.72	58.72	58.72	58.72
资产负债率	43.94%	41.24%	45.39%	45.78%	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比	2.23	2.36	2.09	2.12	固定资产和在建工程	19.10	-3.65	-29.41	-46.40
速动比	1.44	1.32	1.17	1.20	无形资产和开发支出	154.81	153.58	153.36	153.93
					其他非流动资产	1298.55	1450.74	1647.00	1457.00
利润表(百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	资产总计	9642.36	9670.90	11058.5	11964.82
营业收入	48333.28	52441.6	58734.6	66017.6	短期借款	1237	94	486	679
营业成本	47035.10	50973.2	57090.0	64169.1	应付和预收款项	2402.86	3297.49	3936.03	4200.65
营业税金及附加	40.28	43.70	48.94	55.01	长期借款	597	597	597	597
销售费用	630.31	681.74	704.82	726.19	其他负债	0.40	0.50	0.80	1.00
管理费用	208.44	230.74	246.69	270.67	负债合计	4237.01	3988.52	5019.64	5477.38
财务费用	157.18	57.56	63.41	80.67	股本	1032.73	1032.73	1032.73	1032.73
资产减值损失	84.72	22.00	26.00	12.00	资本公积	1828.18	1828.18	1828.18	1828.18
投资收益	58.77	0	0	0	留存收益	2410.08	2669.44	3003.28	3423.17
公允价值变动损益	-6	0	0	0	归属母公司股东权益	5270.99	5530.35	5864.19	6284.08
其他经营损益	0	0	0	0	少数股东权益	134.36	152.03	174.76	203.36
营业利润	229.87	432.62	554.71	703.95	股东权益合计	5405.35	5682.38	6038.95	6487.44
其他非经营损益	48.12	23.20	32.00	34.00	负债和股东权益总计	9642.36	9670.90	11058.5	11964.82
利润总额	277.99	455.82	586.71	737.95	现金流量表(百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
所得税	80.01	113.96	146.68	184.49	经营性现金净流量	1411.26	-709.46	-12.62	-167.35
净利润	197.98	341.87	440.03	553.46	投资性现金净流量	-70.37	-154.54	-196.00	203.50
少数股东损益	10.23	17.66	22.73	28.60	筹资性现金净流量	-1867.49	-1242.27	271.55	36.68
归属母公司股东净利	187.75	324.20	417.30	524.87	现金流量净额	-525.18	-2106.26	62.93	72.83

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【电子元器件组介绍】

王凌涛，资深电子行业分析师，证券行业从业近 5 年，具有丰富的实业工作经历，熟悉电子行业供应链脉络，深入研究，扎实审慎。

凌琳，华东师范大学微电子学士，金融硕士，2016 年加入国海证券。

方竞，半导体行业从业近 4 年，熟悉电子产业链，2017 年加入国海证券，从事电子行业及公司研究。

【分析师承诺】

王凌涛，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告

中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。